

兴证期货.研发中心

2022 年 11 月 18 日星期五

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

## 核心观点

2022 年 11 月 14 日-11 月 18 日,上海有色网举办了“SMM2022 年铜行业年会”。本次会议主要观点如下:

2022 年全球铜精矿紧平衡缺口将收窄,预计 2023 年供应大幅宽松。预计全球铜矿供需将在 2025 年迎来转折点,预计 2022 年中国电解铜产量同比增长 4%。目前铜加工行业开工率表现分化,传统领域表现欠佳。下半年供应激增已成定局,需求改善幅度令人担忧。

展望后市, SMM 认为, 在货币流动性继续收缩以及基本面临压力下, 2023 年铜价或将表现先抑后扬。

# 1、强现实弱预期下的铜市展望（发言人： 叶建华 SMM 大数据总监）

## 1.1 宏观面

经济衰退担忧扰动全球，美联储放缓加息的预期呼声增多。美国 7 月 CPI 从 40 年高位小幅回落，10 月美国 CPI 的超预期回落至 7.7%，通胀降温缓解了美联储继续激进加息的压力。从美国的就业市场、工作时薪水、PMI 等数据看，美国经济衰退仅仅在预期中，而现实经济仍性依然存，市场对加息似乎慢慢“习惯”。

其次，欧央行在控通胀与支持经济增长的两难困境中酝酿加息。欧洲经济景气并不稳定也不均衡，但通胀问题不得不控以及欧洲央行启动加息，美元短暂受到牵制。但欧美央行共同紧缩的进程中，欧元兑美元将总体将维持弱势等支持了这一观点。

最后，全球制造业呈现出“欧洲衰退、亚洲分化、美国回落”全球经  
济衰退风险未见缓解。9 月全球制造业 PMI 指数自 2020 年 6 月以来首次  
下滑荣枯线下方，其中美国 PMI 指数低于市场预期，亚洲国家则出现明显  
分化，中国等多数国家维持景气，而欧洲整体延续下行趋势。呈现出“欧  
洲衰退、亚洲分化、美国回落”的特点。9 月 26 日，经济合作与发展组  
织（经合组织）对外发布中期经济展望报告。经合组织报告称，受俄乌冲  
突影响，将 2023 年全球经济增长预期从 2.8% 下调到 2.2%。

## 2.2 基本面

### 2.2.1 供应端

2022 年全球铜精矿紧平衡缺口收窄，预计明年供应大幅宽松。2023 年海外

铜精矿新投产扩建增量将达到 89.6 万金属吨。2023 年铜精矿供应量集中释放，2023 年长协 TC 预计上升至 82 美元/吨。

中长期来看，预计在 2025 年之后，随着全球矿山投资减少，叠加世界主要矿山老龄化问题让矿企生产成本也逐渐攀升，全球铜矿供需将在 2025 年迎来转折点。同时需要警惕全球资源保护主义的抬头。近两年中国粗炼产能项目相对有限，远期规划依然较多。海外粗炼产能于 2024 年后集中释放，预计未来铜原料以粗铜形式流入中国市场。据悉，紫金矿业、建发集团等亦有铜冶炼厂项目规划，加重远期铜矿紧张的担忧。

**冶炼端 2022 年冶炼厂集中检修、年内突发停产、高温限电、冷料紧张对国内电解铜产量干扰。**2022 年国内多家冶炼厂集中检修，叠加山东地区炼厂停产，5 月电解铜预计触底（年内第二低）。冷料紧张及 8 月限电再次干扰产量抬升预期。另外新扩建项目投放进度不及预期，全年电解铜增量面临下调。预计 2022 年中国电解铜产量为 1038 万吨，同比增长 4%。

**电解铜进口回归基本面再迈进，警惕“蓄水池”功能的消退。**预计 2022 年中国进口电解铜 365 万吨，较 2021 年 344 万吨进一步抬升。宏观上内外经济环境的劈叉及国内废铜的“减少”为进口窗口创造机会。

**废铜供应紧张也为铜库存去化提供了支撑。**国内疫情原因致使国内再生铜回收及产出量不理想，铜价于去年大行情至今国内货商在手库存已不足，废铜供应弹性减弱。精废铜杆周度开工情况的差异在一定程度上也反映了废铜的紧张问题。铜价急跌行情令精废价差骤然缩小乃至倒挂，利废企业原料采购不足已经出现减停产状况。

## 2.2.2 需求端

**国内电解铜社会库存仍处于历史同期低位，现货升水及结构受支撑。**境内社会库存总数自 3 月开始回落，并一直处于历史同期低位，对于盘面

back 结构以及现货升水均起到了明显的支撑。8 月限电对电解铜供需两端均造成损伤，但消费受损程度更大。

**2022 年上半年基建刺激经济难寻发力点，电源与电网端口投资增速劈叉。** 2022 国网计划投资额增长 1.2%，但考虑到原材料价格的上涨，所带来的耗铜量并没有多乐观。“十四五”期间全国电网投资预计近 3 万亿元，虽然显著高于“十三五”和“十二五”期间的 2.57、2 万亿元，但值的注意是投资方向和物资价格上涨带来的单耗压力。如投资方向侧重在特高压等端口对铜带来的损伤。行业增量部分除了光伏及风电端口。从线缆行业环比订单来看，节后国网基建端口高压订单下单提速，综合单值小幅增长，依托于国网订单生产型线缆企业周环比耗铜量呈增长趋势。SMM 认为，此次国网下单恐难持续至 11 月份，属季节性正常交货。

**地产对铜消费拉动呈下行趋势，长期拖累家电等相关行业。** 中国房地产市场对于铜消费的需求体现在两个方面：一是房地产建设本身所需铺设的电缆和相关变电设备，二是新房装修带来的电器产品的需求。而房屋新开工面积增速与竣工面积增速存在一定背离，地产内部铺设电缆及相关变电设备通常在竣工时段完成，近年来负增长的竣工面积对铜的消费需求亦产生一定抑制。中国地产主要指标都呈负增长，新开工面积落后，意味着竣工面积将继续疲软，短期内难看转机。虽然国家出台了很多人救市政策，但对于地产行业资金缺口，杯水车薪。

**传统汽车及电子行业表现萎靡，但新能源相关行业则保持良好韧性。** 随着受疫情影响的进口零部件短缺问题改善，涉及长三角地区的国产零部件体系供应商逐步恢复基本供货，促进全国从 5 月起生产迅速恢复。新能源汽车产销仍保持涨势，渗透率不断提高。上海汽车产业链和整车厂启动复工复产，影响动力电池企业和主机厂的动力电池原材料价格已开始回落，下半年供需关系将得到较好扭转，新能源汽车行业已迎来转折点。随着疫

情好转，电子行业芯片短缺对生产的阻碍将减弱，但终端消费类电子需求疲软，仅靠新能源相关行业拉动铜消费有限。

## 2、铜铝杆、线缆、电磁线行业开工率及数据分析（发言人：于少雪 SMM 高级分析师）

目前我国铜杆产能严重过剩，产品同质化严重。从 SMM 统计下数据来看，近五年，我国铜杆产能持续攀升，自 2017 年的 1500 万吨增长到 2022 年的 2530 万吨。2017 年我国铜杆实际产量约为 767 万吨，到 2022 年增长到 1047 万吨。近些年来中国铜杆产量增速逐年放缓，市场发展空间缩小。预计 2022 年中国铜杆产量为 1047 万吨，同比增长 4%，占铜材总产量 53%。

国内精铜制杆产能主要分布在华东地区，其中江苏省为我国铜杆第一产出大省。据 SMM 统计：2022 年国内精铜制杆的设备产能约有 1700 万吨，其中有效产能约为 1525 万吨。华东华南即是主要消费地，又是主要生产地，华东铜杆产能占全国 62%。

江西省对再生能源项目政策补贴下，稳居国内再生铜制杆生产基地榜首。据 SMM 统计：2022 年国内再生铜制杆设备产能约为 800 万吨，其中有效设备产能为 532 万吨。江西省为我国最大再生铜制杆生产基地，其设备产能占全国半壁江山，得益于当地对再生类企业退税补贴。

中国铝杆行业设备运行产能主要分布在山东地区，占据全国 40%。据 SMM 统计：目前我国铝杆设备产能约为 680 万吨，其中运行设备产能为 430 万吨。我国铝杆线生产依托于电解铝企业向周边辐射，产地主要集中在山东。河南、内蒙等地区，其中山东地区运行产能占据全国 40%。

精铜制杆加工费长期承压，再生铜制杆因其成本价格优势弹性更大。精铜制杆加工费若扣除升贴水，波动率有限，电力用杆加工费一般在

500-600 元/吨。当精废铜杆价差超过 1100 元/吨时，在中低端线缆领域替代优势明显。

铜深加工发展现状主要有以下表现：第一，疫情干扰+成本压力，国网投资导向下铝线缆行业开工率无亮眼表现。1-9 月份新增 220 千伏及以上线缆长度 22265 千米，同比降幅大幅缩窄至 6.2%。第二，深加工端两大主力开工率表现差强人意。受疫情影响国网部分订单后延，加上投资方向侧重，亦给电线电缆端口单耗造成压力。受地产端口及出口端口拖累，年内漆包线开工率保持低位运行。

### **3、2022 年宏观经济环境及政策取向分析**

#### **（发言人：张立群 国务院发展研究中心 宏观经济研究部研究员）**

中国式现代化拥有巨大增长潜力和广阔发展空间。党的第二十次全国代表大会报告指出：中国式现代化，是中国共产党领导的社会主义现代化，既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的中国特色。报告特别强调了中国式现代化的特殊性，这也要求我们要更多的从中国国情和中国式现代化道路研究中，正确认识和把握中国经济的增长潜力，对未来经济增长和发展目标作出科学判断。报告指出：中国式现代化是人口规模巨大的现代化。我国十四亿多人口整体迈进现代化社会，规模超过现有发达国家人口的总和，艰巨性和复杂性前所未有，发展途径和推进方式也必然具有自己的特点。

中国现代化推进速率很快，人均 GDP 已经超过 1 万美元，但基于巨大的人口规模，目前仍然有 6 亿人月收入在 1000 元人民币，这表明中国发展不平衡、不充分的矛盾仍然突出，这决定了中国经济仍具有巨大的结构变动潜力，具有长期的高成长性。展望十四五，总体判断，我国仍然处于持



续较快推进工业化、城镇化、信息化和农业现代化的历史时期，经济有必要也有能力保持较快发展态势。随着新型城镇化持续推进，我国城镇化正在转入一个以城市群为主体形态，注重人的发展，注重城市基础设施、公共服务水平全面提高，注重规划布局科学合理的新阶段。与1978年以来的城镇化快速补课的特点不同，但蕴含的经济发展潜力更大。

中国经济有比较雄厚的物质技术基础，比较充沛的要素供给保障；也有超大规模的国内市场，因此具有巨大增长潜力，潜在增长率仍然在8%以上。第七次人口普查，中国劳动年龄人口（16-59岁）总量为8.94亿人，当年我国城镇就业总量为4.6亿人左右，在校大中专学生0.7亿人，农民工2.9亿人以上（其中外出务工1.7亿人以上）。数据表明，我国劳动年龄人口存量巨大，相对于经济增长需要，人力人才资源供给充裕。1982-2008年，我国国民总储蓄率平均为39.81%，2009-2017年，平均为48.4%。数据表明，我国当前储蓄率比高速增长时期还有提高，资金供给充裕。

近年来随着市场竞争趋于激烈，企业与科研院所之间合作的应用技术研发活动明显加强。2021年我国研发支出达到2.79万亿元，占名义GDP比重提高到2.44%。已接近OECD国家疫情前2.47%的平均水平。市场引导的应用技术研发和国家主导的基础性重大核心技术研发都在加快推进，技术供给水平没有下降。综上，我国的要素供给充裕。1978-2008年我国GDP年均增长9.93%，与之比较，可以认为中国当前潜在经济增长率仍然在8%以上。同时，中国有超大规模的国内市场。正如习近平总书记在2020年全国两会的一个讲话中指出的：我国有包括4亿多中等收入群体在内的14亿人口所形成的超大规模内需市场，正处于新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化快速发展阶段，投资需求潜力巨大。

因此，必须充分发挥好中国经济的有利条件，形成可持续的较快和健康发展态势。

## 4、双碳政策最新市场动态和政策趋向（发言人：彭峰 上海环境能源交易所碳中和运营中心负责人）

实现“双碳”目标需要多个领域共同发力，而碳市场是其中一项重要的政策性工具。在“双碳”目标下，中国碳市场正在形成一个多层次的格局。中国的“双碳”目标既是担当国际社会的责任，也指明了未来国内经济发展的方向。

对内，国家针对“双碳”战略，推出“1+N”政策体系。习近平在中共中央政治局第三十六次集体学习时强调推动“双碳”工作要处理好“四对”关系。推进“双碳”工作是破解资源环境约束突出问题、实现可持续发展的迫切需要，是顺应技术进步趋势、推动经济结构转型升级的迫切需要，是满足人民群众日益增长的优美生态环境需求、促进人与自然和谐共生的迫切需要，是主动担当大国责任、推动构建人类命运共同体的迫切需要。

减排对发展：减排不是减生产力，也不是不排放，而是要走生态优先、绿色低碳发展道路，在经济发展中促进绿色转型、在绿色转型中实现更大发展。要坚持统筹谋划，在降碳的同时确保能源安全、产业链供应链安全、粮食安全，确保群众正常生活。

整体对局部：既要增强全国一盘棋意识，加强政策措施的衔接协调，确保形成合力；又要充分考虑区域资源分布和产业分工的客观现实，研究确定各地产业结构调整方向和“双碳”行动方案，不搞齐步走、“一刀切”。

长远目标对短期目标：既要立足当下，一步一个脚印解决具体问题，积小胜为大胜；又要放眼长远，克服急功近利、急于求成的思想，把握好降碳的节奏和力度，实事求是、循序渐进、持续发力。



政府对市场：要坚持两手发力，推动有为政府和有效市场更好结合，建立健全“双碳”工作激励约束机制。

大会报告及决议：坚持先立后破，积极稳妥推进碳达峰碳中和。推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。中国共产党第二十次全国代表大会报告提出，积极稳妥推进碳达峰碳中和，立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动，深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加快规划建设新型能源体系，积极参与应对气候变化全球治理。

报告决议：要推动绿色发展、促进人与自然和谐共生，牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，站在人与自然和谐共生的高度谋划发展，坚持山水林田湖草沙一体化保护和系统治理，统筹产业结构调整、污染治理、生态保护、应对气候变化，加快发展方式绿色转型，深入推进污染防治，提升生态系统多样性、稳定性、持续性，积极稳妥推进碳达峰碳中和。

实现“双碳”目标需要多个领域共同发力，而碳市场是其中一项重要的政策性工具。

## **5、环保型铜在世界绿色产业发展中的作用和前景（发言人：阿克尔别克·叶尔克扎 俄罗斯乌多坎铜业公司董事会主席）**

全球对铜的需求日益增加，可能会供不应求。电动汽车（EV）及其充电站、太阳能电池板和风力涡轮机都需要大量的铜。随着经济的发展，发展中国家的建筑、电力及机械行业也将需要更多的铜。到 2035 年，全球能源转换可能会使铜的产量增加三倍。

与许多其他国家一样，中国承诺到 2060 年实现二氧化碳净零排放。目

前，该国已经占据了全球铜消费量的一半以上。鉴于中国追求可持续发展，铜的需求量肯定会与日俱增；到 2030 年，电动汽车将占到其汽车产量的 40%。

乌多坎是唯一一个预计将于明年启动的一流铜矿项目。它毗邻中国边境，可以通过铁路运输直接进入中国北部，并通过太平洋上的俄罗斯海港转运到中国南部。因此，中国将成为铜资源的主要出口市场。该项目本身也将以可持续的方式开采。乌多坎的生产将以湿法冶金为基础；这是最具生态效益的有色金属生产方式。根据与俄罗斯可再生能源生产商 RusHydro 达成的协议，项目开发的第二阶段将通过可再生能源供电。这将减少乌多坎铜业的间接温室气体排放量。目前该项目正在进行设备的最终安装，设备测试也即将开始。其矿石开采加工厂和湿法冶金厂的年产能将为 13.5 万吨铜当量、硫化物精矿和阴极铜，两者各占比 50%。在项目开发的第二阶段，年产能将增加到 40 万吨。这些配套工厂将于 2023 年的几个月内陆续上线。

乌多坎铜业成立于 2008 年，公司建立之初主要目的就是开发乌多坎铜矿。它是多元化控股公司 USM 旗下子公司。乌多坎项目拥有 2670 万吨铜资源，是俄罗斯最大的铜矿床。符合 JORC 规范的铜品位为 1.05%。该矿床位于俄罗斯远东地区后贝加尔边疆区的卡拉尔区，距离贝加尔-阿穆尔铁路干线的新查拉站 30 公里。随着该项目的开发，专门生产阴极铜和硫化物精矿的配套采矿及冶金厂亦将投入使用。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。